

## 法政大学学術機関リポジトリ

## HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

【紹介】 G.B.Gorton, Misunderstanding  
Financial Crises: Why We Don ' t See Them  
Coming, Oxford U.P., 2012.

著者	岡田 裕之
出版者	法政大学経営学会
雑誌名	経営志林
巻	51
号	3
ページ	57-73
発行年	2014-10-30
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10114/14041">http://hdl.handle.net/10114/14041</a>

## 〔紹介〕

G. B. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises—Why We Don't See Them Coming*, Oxford U. P., 2012.

岡田 裕之

## 序、金融恐慌の到来を予想できなかったのは何故か

本書の著者ゴートンは、第二次大戦後、1945—71年に顕著な金融恐慌・危機が起こらなかったため、金融恐慌の歴史を知らない20世紀後半のアメリカ経済学界を支配したエコノミクス（新古典派）は、今回の2007—09年の世界金融恐慌を予想できなかった、と断定する。

1970年代以降になると、金融恐慌・危機は、94—97年にメキシコで、97—98年にアジアで、98—99年にロシアなどで起こったが、それらは金融システムの未発達な途上国、移行国の現象とみなされた。また先進国でも、アメリカの82年の貯蓄貸付機関の破綻、84年のコンチネンタル・イリノイ銀行の救済、1990年代日本の株式不動産バブル崩壊後の銀行不良債権処理から97年の金融危機に至る停滞、91—94年のスウェーデンの金融危機、などと金融危機は頻繁に発生していたにも関わらず、エコノミクスはそれらも各国の個別的現象とみなし、深刻な世界金融恐慌の発生を全く予想しなかった。だが歴史を振り返れば、金融恐慌・危機は市場経済のありふれた現象であって、1934—2007年間の経過の方が例外的な金融の「静穏期」にすぎなかった。

ゴートンは、アメリカ金融史の研究者でイェール大学経営大学院教授、FRB（またはFED、連邦準備銀行制度・理事会）、AIG（アメリカ保険連合）の現場を知る実務家でもあり、2007—09年の金融恐慌の最も精力的な研究者の一人である。すで金融危機に関する論文報告集、*Slapped by the Invisible Hand*, Oxford U.P., 2010を公表、本書はこれに続く第二弾で、著者の主

張がいっそう鮮明になっている。著者は、金融危機・恐慌の分析にあたり、アメリカの学者には珍しく、計量経済分析（エコノメトリクス）と数理経済学（エコノミクス）の双方を、歴史的にかつ理論的に鋭く批判している。著者は、銀行による私的債務、すなわち銀行券・預金貨幣・短期債務証券（CP）・レポ取引など、の創造とその破綻が、銀行システムに内在する矛盾の帰結であり、ここから2007—09年恐慌を説明すべきであるとして、金融恐慌・危機の理論を提出する。

たしかに、第二次大戦後の「静穏期」において1929—33年の世界大恐慌（大不況）以来深刻な危機は起らなかったにしても、19世紀を振り返れば、金融恐慌・危機は繰り返し起こった社会現象にすぎず、歴史なき経済理論は世界金融恐慌を分析できない。歴史に対応し、歴史によって実証される経済理論こそ必要であり、恐慌の理論化のためには実証歴史家キンドルバーガーの復権<sup>(1)</sup>が必要である。

こうしてゴートンは、中央銀行設立以前の州法銀行期、国法銀行期、大恐慌期、FRB下の預金保険制創設のアメリカ銀行史を回顧して、戦後の「静穏期」を説明し、1980年代以降の、商業銀行の伝統的業務（33年銀行法、グラス・スティーガル法、等による）からの乖離、金融の証券化、などを要因として金融恐慌・危機が発生し、銀行システムの救済に至った経過を〈歴史的に説明〉する。ここからさらに進んで金融恐慌の〈構造的な説明〉を導き、銀行による債務の放漫な創造が、預金者による大衆 run から、レポ市場の run、銀行間市場の凍結、制度的投

資家による run、に帰着して、国庫財政と中央銀行による銀行システムの大規模な救済行動となった、とする。つまり金融恐慌の原因は、資本主義体制に内在する銀行の生産物である。銀行債務、の創造にある。この銀行債務の破綻、不履行、の原因はその秘密性にあり、ノーマル期には秘密が保たれて債務は〈情報中立性〉を保つのに、それが一転〈情報過敏性〉を帯びることによって金融恐慌が発生する、と銀行債務の破綻を信用の情報論から組み立てる。

金融恐慌の説明としては情報の非対称性＝逆選択論がアメリカで当面有力であるが<sup>(2)</sup>、〈歴史的説明〉を別にすれば、ゴートンの理論はこの情報の非対称性理論の展開、とみなされる。

本書の意義は、金融危機・恐慌は歴史において頻繁に生じた市場経済＝資本主義体制の必然的現象であって、1934—71 年（あるいは 34—2007 年）の間になぜ金融恐慌が起こらなかったか、2007—08 年になぜ起こったか、を〈歴史的に説明〉し、同時に、法則的な金融恐慌の原因を銀行債務の創造と破綻に求めて〈構造的に説明〉したところにある。新古典派は「静穏期」の豊富な統計データに依拠し、それ以前の歴史を無視した数理的な均衡分析に終始したために、世界的規模の金融恐慌・危機を予想できず、事後的な説明もできなかった。

評者は、本書が、金融恐慌の分析にあたり遡って貨幣・金融論に焦点をあて、銀行による債務の創造と破綻を問題の中心に設定したことを積極的に評価する。しかしながら評者は同時に、本書が、銀行債務がその放漫な創造によってノーマル期の機能をいかに失い、債務支払の履行能力の喪失に至るか、の説明を、銀行債務の秘密性、情報中立性（無反応性）の情報過敏性（反応性）への転換、に求めるのは、単なる状況説明にすぎない考える。金融恐慌の説明のためには、情報の非対称性論の展開では済まされない貨幣経済と金融過程における原理上の問題がある。

本書の意義ある内容の紹介と評者の批判がこの研究ノートの問題である。

## 紹介

### 1、「静穏期」の形成：州法銀行時代、国法銀行時代、中央銀行と預金保険制

本書は、歴史的説明を州法銀行時代、1837—63 年、から始める。

この時期、額面等価保証の国家紙幣はなく、金銀鑄貨とともに約 1500 種の私的銀行（state banks, private banks）が発行する銀行券が流通媒体＝通貨として機能していた。そして、銀行券発券保証準備には連邦債・州債の担保を要し、額面での金銀正貨兌換に必ずし、と定められていた。

しかし額面兌換（金銀貨兌換）は実施されず、銀行券の通用力の額面割れ、ディスカウント、は日常的で、発券銀行リスクもさることながら、発券銀行に赴く時間と距離の負担が大きかった。例えば、ニューヘブレン（コネチカット州）の 10 ドル銀行券はニューヨーク市で 9.90 ドル、バルティモア（メリーランド州）で 9.40 ドル、とディスカウントされる。5% 以下のディスカウントは通例で、25% に及ぶこともあった。

同じ地域で数百種の銀行券が使用されるから、使用者も実際の通用力は知らないし、受けとる商店主は『銀行券時価案内、banknote detector』なる小新聞を見て相場を踏む。商売に馴れない者は紙券をためつすがめつ汚い方がよく流通した証拠とみなし、銀行では受取った銀行券をまとめてピンで留める慣習があったので、穴が多ければ信用が保証されたと判断する。とまれ流通媒体たる貨幣としては不便で、ビジネスは成立しがたいが、アメリカ人はこの銀行券流通に我慢もし寛容でもあった。銀行券の通用力の変動を利用して正貨兌換とのさを稼ぐのが銀行券ブローカー note broker である。ニューヨークから中西部シカゴにかけての国民経済圏が、馬車と河川・運河交通によってようやく成立しつつあった当時のアメリカでは、この私的銀行券の流通界は「混乱（カオス）的」ではなく「有効的」であったにしても、「浪費的」であったのは間違いなく、州法銀行時代は銀行券への苦情にあふれた時代だった<sup>(3)</sup>。

重要なのは銀行券発行を保証する銀行の準

備資産＝担保である。この準備資産がリスクなき資産であれば問題はないが、州債を発行準備とする州法銀行において準備資産の価値変動リスクは大きく、かつ州はしばしば債務不履行に陥った。州法銀行時代、ニューヨーク州の34の自由銀行が破綻したが、破綻の大部分は1841-42年のもので、いずれも債務不履行州のインディアナ、ミシガン、アーカンサスの州債を抱えていた。銀行券ブローカーは危険な銀行の情報を探り危ない銀行券を買いたたいて利益を上げる。私的銀行券が「流動的」であるためには、このブローカーの活動の余地を許してはならないが、銀行券、銀行の創造する債務、が随時に完全に履行される保証は何もなかった。

次の国法銀行時代は、南北戦争期の国法銀行法1863-64年から中央銀行である連邦準備銀行制度設立の1914年までの時代である。

南北戦争は、工業的北部主導による移民国家アメリカの政治統合を実現し、60-70年代の電気通信網・鉄道網建設は、工業・農業・鉱業・商業の全面的開発を促進しつつ、東西にわたる国民経済統合圏を確立してゆく。国法銀行法による国法銀行券の発行により、州法銀行券は課税措置もあって激減する。南北戦争の戦費は主として合衆国紙幣 greenbacks の発行により賄われたが、国家紙幣の不換紙幣化と戦中のインフレーションは本書の主題ではない。国法銀行券の発行も当初はグリーンバックスの補完を目指したが、戦後流通が普及し、額面兌換を保証されたアメリカ初めての銀行貨幣となり、流通媒体として不適当な州法銀行券を駆逐する。

国法銀行の制度の特徴は同じ自由銀行制でありながら、銀行券の保証準備が国債（合衆国財務省債）に切り替えたところにある。銀行券の額面兌換を保証するのは決定的にその担保資産のリスク如何による。リスクなき担保を提供できるのは国家のみである<sup>(4)</sup>。銀行券はそれぞれの国法銀行名の発行となっているが、実体は銀行が国庫に提出する担保国債額に応じて国庫から交付されるものであった（州法銀行数は70年代から増加に転じ、93年、国法銀行数を凌駕する。これは国法銀行の貸付制限が厳しすぎたためである）。

とはいえ国法銀行時代、法制定の当初から金融革新によって銀行は様々な私的貨幣を創造し、金融恐慌・危機を醸成していた。要求払い預金ないし小切手勘定（預金貨幣）の膨張である。南北戦争後最初の1873年の恐慌は9月13日に始まり20日に頂点に達した。恐慌は銀行券の金銀への兌換への殺到 run ではなく、預金の引出し、銀行券への殺到 run だった。経済は変化し、新しい銀行貨幣、小切手勘定の異常な膨張による「預金恐慌」である。ニューヨーク株式市場は一時閉鎖され、経済活動は75年にかけて11%下落し、失業は膨れ上がった。小切手は都市で使用されたので、手形交換所は各都市に普及したが、小切手の突然の下落の恐れが銀行 run に至る。国法銀行の国債担保は銀行券の信用を維持した点で「成功」だったが、銀行券に代わる小切手という銀行信用の新しい手段 instrument の膨張が銀行 run を生み出した。小切手は受け取られず、「通貨不足」となり、預金は引き出されて保蔵され、取引は麻痺する。

1929年からの大恐慌に由来する銀行諸法（33-35年）により、連邦準備銀行下に預金保険制が発足し、第二次大戦後の長期の「静穏期」が始まる。周知のように、1929-33年、株式市場崩落から始まって、銀行の一斉支払い停止 run を伴うアメリカを中心とする世紀の大恐慌が生じ、先進諸国、後進諸地域の不況と連動して世界の経済・政治・社会は大混乱と停滞に陥る。世界市場統合は解体し（ブロック経済化）、国際政治の不安定化と軋轢から、世界は第二次大戦へと雪崩れ込む。

金融恐慌への対応にとって重要なのは中央銀行の発足と1933-35年の銀行諸法による連邦規模の預金保険である。預金保険の構想は州規模では存在したが連邦規模ではこれが初めてである。預金保険は、より広範な銀行規制、商業銀行（預金銀行）業務と投資銀行（証券会社 broker-dealer）業務の分離、当局の準備銀行加盟銀行役員人事権、最低必要資本量引上げ、預金金利規制、参入規制、銀行監督などの構成部分となった。銀行は課税同様、預金保険料を強制的に政府に支払うこととなる。

預金保険（上限付）によって銀行預金、預金

貨幣は日常取引において通貨に代替できる。正常な小切手は額面で通用する。政府は銀行業、非金融企業の発行する債務の一種の通用を保証し、これによりビジネスの安定と繁栄が実現される。各国はこれに追随し、ここからシステミックな金融危機・恐慌は長期に除かれ、爾後、アメリカでは2007年まで深刻な金融危機・恐慌は生じなかった。

市場経済は銀行貨幣を必然としながらも、私的セクターはリスクなき担保資産（保証準備）を提供できないという「難問」は、市場経済の難問である。だが、国法銀行法による貨幣の額面通用の確保と、預金保険による銀行貨幣＝銀行創造債務の通貨機能の確保によって、長期の「静穏期、Quiet Period」を生みだした。ここから世界がこのまま変わらなければ「静穏期」は永遠に続くだろう、と経済理論は予想したのだ。

## 2、金融危機・恐慌の頻発、銀行貨幣＝銀行債務の不履行、現代の銀行 run

金融危機・恐慌は市場経済の普遍的現象であり、特定の歴史的時期や途上国に生じる独自の現象ではない。ただ、「静穏期」のアメリカにおいて稀な現象だったにすぎない。金融危機・恐慌の例は、1890年のアルゼンチン、1893年

のオーストラリア、1927年の日本とすぐ挙げられるが、最近でも、1980年、95年アルゼンチン、97年韓国、91年スウェーデン、2002年ウルグアイ、と数は多い。イギリスでの金融恐慌は、1819、25、47、57、66、90年と19世紀には規則的で、近年においてもイギリスは、1974、84、91年と2007–08年に危機を経験している。ここに先進諸国の1870–2008年の間の金融危機・恐慌の表を掲げておく。

たしかに、それぞれの金融危機は独自の面を持つし、中央銀行と政府が危機に関わる度合いが深まるに従ってその個別性が強まるにしても、金融危機・恐慌には共通する根源がある。中央銀行設立前には金融危機は必ず銀行への取り付け run であった。そして1970年以後の危機においても、その62%が銀行 run で、銀行の要求払い預金は顕著に減少した。ほぼほとんどの銀行に一斉の取り付けが起こり、銀行債務の保有者がキャッシュを要求した。南北戦争前、早くも1819年には私的銀行券への取り付けが起こり、1857年からは預金勘定への取り付けが起こった。人々の長い行列が銀行を取り囲むから誰の目にも金融危機は明らかだ。

いったん中央銀行ができると事態は複雑になるが、それでも危機の根源は同じで金融機関

表 金融恐慌：1870 – 2008 年、主要国

国 名	金融恐慌、初発年
オーストラリア	1893, 1989
カナダ	1873, 1906, 1923, 1983
デンマーク	1877, 1885, 1902, 1907, 1921, 1931, 1987
フランス	1882, 1889, 1904, 1930, 2008
ドイツ	1880, 1891, 1901, 1931, 2008
イタリア	1887, 1891, 1901, 1930, 1931, 1935, 1990, 2008
日 本	1882, 1907, 1927, 1992
オランダ	1897, 1921, 1931, 1988
ノルウェイ	1899, 1921, 1931, 1988
スペイン	1920, 1924, 1931, 1978, 2008
スウェーデン	1876, 1897, 1907, 1922, 1931, 1991, 2008
スイス	1870, 1910, 1931, 2008
イギリス	1890, 1974, 1984, 1991, 2007
アメリカ	1873, 1884, 1893, 1907, 1929, 1984, 2007

に短期債務の履行を求めて大量のキャッシュの要求が突然殺到する。2007-08 年金融恐慌のメカニズムも同じで、レポ取引（証券担保のいわゆる現先売買）、Commercial Paper、短期債務証券、主要証券会社（prime broker、FRB と直接取引できる証券会社）勘定へのキャッシュ取付 run である。ただこれは金融のホールセール（大口貸借）市場での出来事なので、パニックが大衆の目に見え難いだけである。

ほぼ同時的な、大多数の家計ないし企業の大規模なキャッシュを求める行動に、銀行システムは保有法貨をもって応じることはできない。銀行は支払い不能に陥り、債務契約の履行を停止するか、政府ないし中央銀行に救済を求めるしかない。2007-08 年の金融危機・恐慌において、金融仲介機関（銀行など）が短期金融において大きく依存していたレポ取引が収縮し、破綻したのは決定的だった。

レポ取引はいわゆる「現先取引（売買）」で、証券を一定期間後に事前約定価格で買い戻す約束でその期間現金を借りる契約であり、金融市場の通常の商慣習である。担保証券引渡・現金借が「レポ」、担保証券受取・現金貸が「逆レポ」である。つまりは証券担保のファイナンスである<sup>(5)</sup>。期間物もあるが一週間物から翌日物が多い。レポ利率とヘアカット率を簡単な例で説明しておく。ヘアカット率は担保証券評価に対する現金貸付の割引掛目であり、担保証券価値評価 100 ドルに対し割引掛目 20% ならば、現金貸付は 80 ドル、借手が満期に担保証券を 88 ドルで買戻す契約を結べば、ヘアカット率は 20%，レポ利率は 10%，すなわち借入 80 ドルに対して利払いは、 $88 - 80 = 8$ 、 $8/80 = 10\%$  となる。

2007 年央におけるサブプライム・ローン、その関連証券の不安が表面化するとともに、レポ市場では担保の選別、期間の短縮、ヘアカット率の引上げが始まる。レポ取引は 90 年代から増加傾向にあったが、2002 年以降は急増し、dealer banks、すなわち、投資銀行（broker-dealer）および証券化金融に深くかわる商業銀行、は短期のホールセール金融のレポ取引に大きく依存していた。ヘアカット率の引き上げ

によりレポ契約の延長（借換え）を予定していた借手は、同じ担保で借り入れる現金の削減に直面する。無担保のインターバンク市場はすでに逼迫している。金融仲介機関は、必要な現金を得るため金融アセットを急いで売却しようとする。一斉に売却に走ればアセット価格は低下する<sup>(6)</sup>。レポが急激に行き詰まり、資金に余裕ある貸手も相手方不信から借入に応じなければ金融市場は凍結し、巨大かつ重要な金融機関が支払い不能に陥り、金融恐慌・危機となる。

結局、中央銀行は金融資産を購入し、議会は 7000 億ドルを投じて現金化困難な金融アセットを買い取る措置（TARP, Troubled Asset Relief Program）を含む、緊急経済安定法を承認する。こうしなければ全銀行制度は崩壊するから、中央銀行と政府に選択の余地はなかった。

そこには銀行を取り囲む大衆の姿はなかったが、投資銀行と金融機関の取引現場にいた者は 2007-08 年、深刻な事態に直面した。そこでは預金機関も家計の預金口座もパニックに襲われていないし、企業や制度投資家が列を作って銀行を取り囲んではいなかった。しかしその時、AIG の金融商品の取引現場で状況を体験した著者は、事態はレポや金融資産担保の短期債務証券 ABCP の現金化への殺到であって、これまでのあらゆる金融危機・恐慌と本質を同じくするものである、と理解した。これは 1907 年、1837 年、1857 年の金融危機・恐慌の目撃者と同じ経験であった。

このような歴史の考察から、金融危機・恐慌は市場経済のありふれた普遍的現象であることが導かれるから、経済学にはその〈構造的説明〉が求められる。その根本原因は、2007-08 年の金融危機・恐慌を含め、銀行が創造する様々な形態の銀行貨幣、銀行の債務（債務証券・債務勘定）の破綻、つまり銀行による債務不履行、にあることがわかる。大多数の制度投資家・企業・他銀行が債務履行を求めてキャッシュを大規模に請求するとき、大量の短期ホールセールでの借入（現金調達）に依存した金融仲介機関がこれに応ずべく担保資産の売却を一斉に実行すれば、資産価格は暴落し債務は履行しえない。銀行システムが自身では債務を履行できなければ

ば、中央銀行と政府がシステムを救済しなければならぬ。

では金融危機において中央銀行・政府がシステム救済に当たると事前に期待できれば、金融危機・恐慌は起こらないか？しかし、中央銀行の設立後にも 1929–33 年の金融恐慌は起こった。さらにまた、預金保険と中央銀行の対応の後に長い「静穏期」が続き、危機はもはや過去の事象となったと数理経済学は信じていた。そこに 2007–08 年の金融恐慌・危機が起こった。

### 3、銀行債務の〈流動性〉と「秘密性」

あらゆる金融恐慌・危機の根底に銀行債務の不履行がある。金融機関に銀行債務のキャッシュ化の要求が殺到したとき、銀行は、リスクを免れない保証準備（金融資産）をもってしてはこれに応じられない。銀行貨幣の「流動性」を、それを以ていかなる資産、財貨であれ不動産であれ金融資産であれ、にも短期間に転換できる性質、と考えれば、銀行債務＝銀行貨幣は、市場経済に〈流動性〉の便益を提供できる。銀行債務は市場経済の展開に不可欠なのである。同時にそれはリスクなき担保によって保証されているので、キャッシュ化の請求が殺到したとき、債務不履行に陥る可能性は低くない。

銀行債務のこの便益の提供と債務不履行の可能性の両面は、いかにして同時に根拠づけられるか。ゴートンはここで銀行債務の「秘密性」という概念を提起する。エコノミクスによる金融危機の説明において「情報の非対称性」は最も頻繁に提出される仮説だが、これは中古車市場や不良資産取引における逆選択を説明する便利な仮説であり、これが現在の金融恐慌・危機の説明に適用される。ゴートンの説明はこれを一歩進めたものである。

州法銀行時代、銀行券の通用力は銀行券ブローカーを除き日常の使用者（買手）にも受取人（売手）にも不確かである。ニューヘブンの住民が 10 ドル券でニューヨークに出てきてサンドイッチを買いたいとき、買手はニューヘブンの自由銀行券が金銀貨でいくらになるかは知らない。また買手が売手のどちらかがディスカウント率を知っているかもしれない。だがさら

に相場が高すぎるか安すぎるか、どの程度かとの問題もある。一方がある情報から実際の通用力を知っていれば、この取引で相手を出し抜いて利益を得る。情報の非対称性である。だが、相手がそれを推定して損失を免れようとすれば、売買は成立しない。ニューヘブンの旅行者はニューヨークでサンドイッチを買えない。かくて銀行債務の流動性は秘密がないか、双方ともに秘密に無知である場合においてのみ成立する。金融危機は取引の一方が銀行の保証準備の危険の秘密を知り、銀行への債権を他者に先んじてキャッシュに転換するところに発生する。bad news が広まれば、銀行債務は流動性を失い、銀行 run に至る。

こうして銀行債務の〈流動性〉を確保するには「秘密性」を最低限度に抑えねばならず、そのために銀行貨幣はリスクがないか、ほとんどの保証準備によって担保されねばならない。公衆が担保をリスクなしと信頼すれば、この信頼世界に「秘密性」はなく世界は透明で、銀行貨幣によって取引は順調に進行する。これは州法銀行時代にも国法銀行時代にも預金保険時代にも妥当する真理である。株式価格は情報があつてこそ決まるから投資家は秘密（＝非公開の情報）を求める。銀行債務は反対に秘密に無知であればこそ〈流動性〉を確保できる。これは直観に反するが、無知こそ市場経済を有効ならしめる。

現代の MMF (MMMF)、Money Market (Mutual) Fund、も一種の銀行であり、投資家＝預金者はファンドに自分の持分を持ち、この預金で小切手を落とせる。銀行より高い利子も付く。MMF は持分当たり純資産比 NAV、net asset value、を常に 1 に保つ。MMF の資産 1000 億ドル・投資家持分 1000 億ドルなら比は 1、等価である。資産運用は高格付（良質）の金融資産、財務省証券・CD（譲渡性預金）・CP（コマーシャル・ペーパー）などに限る建前だった。資産収益が上がれば利子（配当）率を変更し持分評価の NAV = 1 を保つ。MMF はこうして預金銀行と競合して銀行から巨額の預金を吸収した。MMF は 80 年代の発足以来、額面を割った、break the buck、ことはなかった。ところが

2008年9月15日リーマン・ブラザーズの倒産により額面割れとなり、解約が殺到、9月19日、アメリカ政府は持分価値保証を約束する。信用システム維持のためである。money market instruments もまた銀行券や小切手（預金勘定）と同様に、法人会社・機関投資家・年金基金PF・ヘッジファンドHF・州・地方自治体が使用する銀行貨幣である。この貨幣はこれら大企業・法人・団体の小切手勘定（預金貨幣）であった。レポ取引やABCP（Asset Backed CP）の信用失墜（ヘアカット率引上げ、ABCP発行の困難、一部ないし全部の借換え不能）により、金融機関のキャッシュへの殺到が起り、続いてMMFへの解約runとなった。

これはあらゆる金融恐慌・危機と同じであり、ただ社会がこれらを銀行および銀行貨幣と認識しなかっただけだ。AAA/Aaa格認定のABCPはABS、Asset Backed Securitiesに担保された金融資産で、これら証券はここ30年来の証券化、長期債権の元利収入を証券化によってローンを回収・再投資（貸付）する金融革新、から生まれた<sup>(7)</sup>。MBS、Mortgage Backed Securitiesも同様でこれは長期の住宅・不動産の抵当金融から発生する。これらの金融資産の売買が銀行本体のバランスから切り離され、名目上の独立法人SPV、Special Purpose Vehicle、の勘定に移され（オフバランス化）、銀行資本の制約や銀行監督を免れて、銀行および銀行貨幣とみなされなくなった<sup>(8)</sup>。

銀行債務は、それが「秘密なし」を前提して成立するがゆえに〈流動性〉を保つ。相手方が特別な私的情報（秘密）を得ていやしないかという不安がないからこそ銀行債務は額面で通用する。経済に何か小さなショックが起り、市場参加者が誰か他者が「秘密、つまり銀行債務不履行の情報」を持っていないかと不安になると、銀行債務への信頼は失われる。銀行システムが債務を使ってレバレッジ、収益資産／自己資本、比、を上げているとき、この不安が広がれば銀行債務は全面的に〈流動性〉を失い、金融危機・恐慌となる。

#### 4、信用ブームの先行、銀行債務の不履行、金融危機における銀行システムの救済

金融危機の前には銀行貸付、債券発行、抵当金融などの信用供与の膨張が幾年か続く。信用ブームあるいは「信用の膨張」の先行である。1970—2007年間の世界の金融危機の三分の一において、GDPに対する信用債務残高比の年増加率は3年間にわたり10%を超えていた。この間、金融システムにショックが起れば人々はそこに銀行債務の「秘密性」を嗅ぎ付けるから、信用ブームはシステムの脆弱性を強める。今回のアメリカの金融危機においては、GDPに対する債務残高比は1985—2008年にわたり金融セクターと家計セクターにおいて長期に異常な増加を続けていた。

家計債務は2000年代に入って急増するが、住宅抵当金融など（カード、自動車等のローンを含む）の増加と、それらの証券化、MBSやABS、の増加を示し、さらにそれが金融セクター間の相互債務の急増と結びついた事実を示す。この先行する信用膨張が07-08年の金融危機という帰結に至る。先行する信用ブームは炭鉱爆発を予知する金融危機のカナリアである。

先行する信用膨張はしばしば土地・不動産投機や鉄道投機のマニアと一体化する。アメリカ合衆国は無住地の占拠と原住民共有地の収奪によって開発されるが、州政府はこれらの土地を

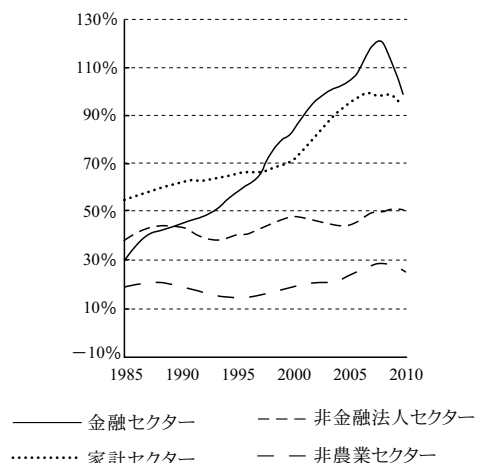


図1 金融市場債務残高／GDP,%  
セクター別の動向：1985-2010年



廉価で入植者に売却した。1832年、メイン州の木材用森林は安価に払い下げられたから、マサチューセッツの住民は信用で約束手形を得、手元金がなくともメイン州の森林で大儲けができた。37年の恐慌は、信用による長年の公有地の払下げの投機の結果だったが、30年代、アメリカでは綿花・農地・建築用地・銀行・鉄道のすべてが投機マニアの対象となり、マニアは常に信用に支えられた<sup>(9)</sup>。19世紀後半には鉄道建設と鉄道株のマニアが頻発する。鉄道投機の熱狂はアメリカの銀行資金とヨーロッパから流入した資金で維持された。73年と84年のパニックは鉄道関連投機の結末だった。1920年代中央も建築ブームで信用膨張が大恐慌に先行した。

1873—96年には、西部開発で農産物価格と農地価格は上昇、銀行は抵当物件を買占めたが、農業不振、抵当は流れ、事業は破綻し、銀行は破綻した。93年の恐慌である。金融危機は景気循環の一部で、循環のピークにおいて銀行は脆弱化する。景気の過熱から商工業への貸付返済が滞り、大企業が破綻すると銀行が危ういとの情報が流れ、悪いニュースが「秘密性」を暴露する。家計は生活を賭けた預金に不安を覚え、銀行に現金化を求める。国法銀行時代には銀行倒産は少なかったにせよ景気の後退により、小切手は額面通り通用しなくなり、銀行はrunに襲われた。

マニアが極点に達するか、あるいは、景気循環が下向して信用膨張が反転、収縮に至れば、多くの商工業企業が破産し、放漫経営の銀行が困難となり破綻する。しかし金融逼迫とともに銀行への不安がひろがれば、銀行runは銀行システムの全体に襲いかかる。兌換請求、現金請求が殺到すれば、危機の時期に債務の履行に随時応じられる銀行はほとんどないだろう。1837年、5月、runに襲われたニューヨーク市中の諸銀行は正貨兌換を停止する。兌換停止はたちまち全国に普及する。これは無論、債権債務の契約違反であり法律違反であり、かつ銀行条例の認可条項 charter 違反である。諸銀行は州立法府に訴え、州は一定期間内の銀行による兌換停止を立法で承認する。

57年恐慌においても同じ事態が生じた。銀行システムは、法廷が銀行に債務履行を強制し、銀行を支払不能と認定すれば、崩壊する。しかし法廷は、58年、「予期できない、不測の事態における支払い不能 inability to pay」は「支払不能 insolvency (=銀行清算)」には当たらない、と決定する。これによりニューヨークの市中銀行は恐慌時に清算を免れた。司法の「リビングストン Livingston 原則」である。この原則はアメリカ金融史の原則となり、中銀FRBが2007—08年の危機に金融機関を救済できたのもこのためである。

中銀設立までの国法銀行時代にも危機は頻発し、銀行は債務支払停止で対応した。ただし銀行券の金銀正貨請求の停止ではなく、預金の国法銀行券での支払い請求の中止だった。この停止に並行して各都市の手形交換所加盟銀行が臨時に振出したドル表示の「手形交換所証書」が主に銀行間決済に使用され、社会の代用通貨としても臨時に流通した<sup>(10)</sup>。

中央銀行が各都市の手形交換所に代わって、最後の貸手、LLR、となり、金融の要に出現したことは危機に際しての対応に大きな期待を生じさせた。第一次大戦後、経済の後退が予想され、実際にGNPはピーク直後から20年に8%、21年に7%低下したが、金融危機は起こらなかった。これは中央銀行時代の「大きな成果」と評価された。

ところがこれに対し、ピーク直後に生じた29年のニューヨーク株式市場の崩落による銀行の破綻・損失は巨大で、中央銀行設立後の楽観的予想は覆った。

危機はさらに深刻になり、30年11月、31年3月、33年1月の金融危機は、信用膨張と景気のピークのずっと後に生じた。世界の農業不況やヨーロッパ金融恐慌と連動して、銀行危機は全国に染み透るように拡大したのである<sup>(11)</sup>。そしてついに、33年3月、事態は新任大統領ルーズベルトによる無期限の全国銀行休業の発令に至った<sup>(12)</sup>。

ルーズベルトはこの危機を国家緊急事態と認識し、第一次大戦中の17年「対敵通商法」を適用、銀行の一斉休業と金銀輸出禁止の国家

命令を宣言する。緊急命令はすぐ、「緊急銀行救済法」に具体化されるが、債務の履行という当然の法制は銀行システム救済のためには無効になる。(ゴートンは、この大統領令と銀行諸法による事態の鎮静化から、現在のオバマ政権の金融危機対策との比較に論を移すが、34年の1オンス金=20.67ドルから=35ドルへの金価格の引き上げと金輸出禁止、すなわち金本位制からの離脱、管理通貨制への移行、には触れない。33-34年の危機対応は金融システムの単なる正常化ではなく、画期的な制度変革であった。)

##### 5、伝統的銀行業からの乖離：MMF・証券化・制度投資家、シャドー・バンキング

80年代に入ると、銀行は債務・資産の両面で外部からの激しい競争と規制緩和にさらされて利潤低下に悩み、「6-3-3ルール」の安定した伝統的業務から乖離せざるを得なくなる。「6-3-3ルール」とはすなわち貸付利率6%、預金利率3%で確実に利潤を稼ぎ、3時になればお茶とゴルフの時間という、安楽な銀行商売を表す表現であった。

銀行の負債面での変化はMMFの膨張による。MMFは高インフレ期の70年代に登場した高利回りの投資信託で、小切手振出可能だから利子上限規制の銀行から預金の顧客を奪い、インフレが鎮静化してからも80年の760億ドルから2000年に1.8兆ドル、と20倍になり、07年には3.8兆ドルに達した。資産面では、銀行貸付に代わる企業が市場で発行する債券による金融(直接金融)が増大し、非金融企業による現金保有増とCPの発行も急増した。資金供給における銀行ローンの比率は77-83年間に33.6%だったが、84-89年間には18.8%に減った。CPもMMF並に増加した。こうした金融革新は預金を集めて貸付ける長短期間転換の伝統的銀行業務を根底から脅かした。

これにすでにみたようにMBS、ABSなどの証券化が重なる。固定利子の長期負債の証券化(公社債)の歴史は古いが、80年代から、政府系住宅金融公社GSE、Government Sponsored Enterprise(ファニー・メイ、フレディ・マッ

クなど、Agency)、は約30年満期の長期住宅抵当貸付を証券化し、市場で販売して貸付金の回転を促進した。これが民間業務に普及したのが私的MBSであり、2004年来急増したのが信用スコアの低い借手への住宅金融のサブプライム・ローンで、この複雑な仕組みの証券化が今回の金融危機の引き金となる。これに各種の投資ファンドの示すような投資の制度化(機関化)が加わる。ヘッジファンドHF、年金ファンドPF、投資信託MF(先のMMF含む)や保険会社、法人企業の金融投資などがそれである。これら投資家は単に受動的に遊休資金の運用先を求めるといふより、営利企業のように投資案件に高利回りを請求するし、ファンド間の利回り実績競争は激しい。

銀行は本来の貸付業務から離れて証券トレーディングに積極的にかかわるが、ここで銀行が利用したのが自ら主宰するSPVである。銀行は一部の収益権を本体のバランスシートから外して形式的に独立法人格のSPVに移し、このSPVが移された(売却された)収益請求権をプールして証券化し、それを市場で売却し一部を保有する。これにより銀行は銀行資本制約を免れる。SPVはあるいはABCPを発行してレバレッジを高めても正規のバランスシート上ではレバレッジ(資産額の対資本比)は高まらない。銀行資本は節約され預金保険料はかからない。シャドー・バンキングである<sup>(13)</sup>。また90年代のIT革命は金融革新を実現しつつ銀行資本を減らした。「6-3-3」のお茶とゴルフはともかく、銀行は今や主に預金の貸付ではなく、あるいはABCPやレポ取引でホールセール(大口)でマネーをMMFその他の金融機関・制度投資家から低利(例えば3分)で借り、証券化と証券化商品を販売、ないしは保有して、利益(例えば6分)を得る。おなじく長短の期間転換・リスク転換業務にしても資産側・債務側ともにリスクは大きく投機的である。伝統的銀行業は変質した<sup>(14)</sup>。

2006年6月、アメリカの住宅価格は低下しはじめ、サブプライム・ローンの延滞率は上昇、07年夏、関連MBSは格下げとなり、8月、BNBパリバが関連証券の不安から運営ファン

ドの解約を凍結し、金融危機が始まり、米欧中央銀行は金融機関に各種ファシリティーを提供して対応を開始する。ここから2007-08年の金融恐慌は「サブプライム金融恐慌」と特徴づけられた。しかしながら、金融セクターの全体からも証券化残高の比率からも、一小部分にすぎなかったサブプライム・ローン関連証券の破綻から今回の金融危機を説明することはできない、とゴートンは力説する。そして本書の価値もここにある。

金融危機当時、サブプライム・ローン残高は1.6兆ドルで、全額損失でも29-33年の世界恐慌に匹敵するほどの今回の恐慌の損失には至らないし、金融危機調査委員会、FCIC、は「05-07年間に組まれたAAA格のMBSは格下げされたが、それでも損失額はAlt-A格で10%、サブプライム証券で4%にすぎなかった」と報告している。深刻な危機が生じたのは、銀行—投資銀行および証券取扱業務中心の商業銀行、dealer banks—が依存したレポ取引、ABCP発行による資金調達の崩壊にあった。危機前、レポ取引額は推定10兆ドルに達し、発行ABCP残高はこれほどではないが、約1.5-2兆ドル(2007年6月)だった<sup>(15)</sup>。銀行はこれら大口の借入れの短期(ほぼ翌日物)更新に全面的に依存していた。そして「6-3-3ルール」のように証券の販売・保有の利益(レポ取引では担保証券所有権は借手にあり、現金返済不履行の場

合、貸手が処分権を持つ)やデリバティブ(金融派生商品)取扱いその他の収入が借入利率を上回れば、銀行は借入れを増やしレバレッジを高め、証券化商品(金融アセット)の発行・取引・保有をさらに増やす<sup>(16)</sup>。

サブプライム・ローンの破綻、MBSの格下げ、リスク・スプレッド(利率上乗せ率、通常bsp.1/100%で表示)、すなわち証券価格の下落からする07年8月の金融危機の始まりは、サブプライムや住宅金融との関わりのない金融アセットへの制度投資家の不安を招く。ABCPは引き受けられず、レポ取引では低率だったヘアカット率が引き上げられる。投資家は担保証券の「市場価値」を低く見るのである。仮に、これまでヘアカット率ゼロで担保証券1億ドルの翌日物レポ取引が反復成立していたところ、ヘアカット率が10%に引き上げられれば、借手の銀行は1千万ドルの現金を別途調達しなければならなくなる。銀行は金融アセットの準備資産を持つからこれを売却処分して現金を確保して急場を凌げるかもしれないし、だが市場性のある金融アセットを諸銀行が争って売却しようとすれば、アセット価格は急落するだろう。fire-saleである<sup>(17)</sup>。売手は焦るが買手はつかない。資金に余裕のある銀行は貸そうにも相手方の信用状況が不安で、高利のオファーにも応じない。LIBOR(インターバンク利率)は上昇し、ついにインターバンク市場は凍結に至る。

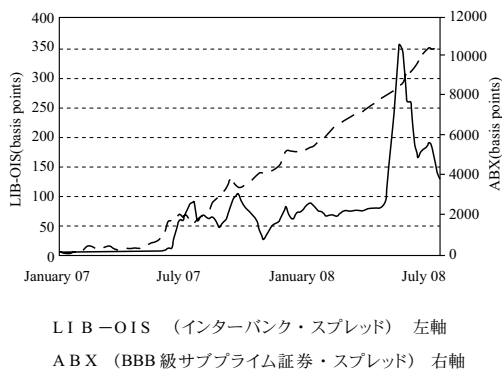


図2 サブプライム証券リスクとインターバンクリスク動向比較

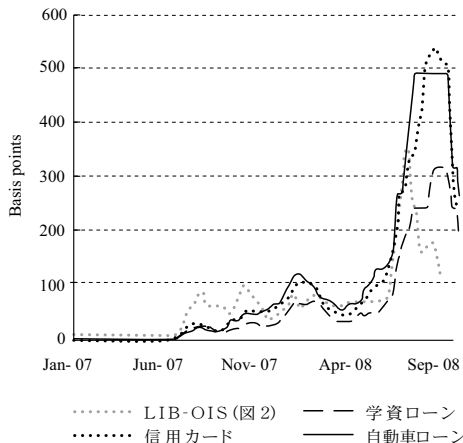


図3 AAA 級 ABS リスクとインターバンクリスク動向比較

純然たる MBS と異なって、非住宅金融の自動車ローン・カードローン・学資ローンなどの関連 ABS のスプレッドは 08 年後半から急拡大し、9 月 15 日のリーマン・ブラザーズ破産により頂点に達する。

不安のある金融アセットが売れなければ銀行は債務不履行におちいる。これは銀行 run であるが、大衆が預金の現金化を求めて銀行を取り巻く古典的な run ではなく、制度投資家・他銀行・非金融法人などが、銀行 dealer banks に現金——安全証券および「外部貨幣」つまり中央銀行券・中銀預金勘定——を請求する。証券化時代の銀行 run である。

## 6、結論：「肥った猫」の救済のパラドクス、銀行の私的貨幣＝銀行債務の〈脆弱性〉

金融アセット価格の暴落、信用市場の凍結、生産と投資の落ち込み、そして数百万人の失業の脅威、中銀と政府は金融システム全体の救済を迫られる。2008 年 9 月のある夜、緊急の会合が開かれ、財務長官ポールソン、中銀総裁バーナンキ、民主共和両党の指導者、下院議長ペロシが出席、バーナンキが「ここ数日間に我々が行動しないとアメリカの金融システム、そして全世界のシステムが崩壊 (melt down) するだろう」と発言し、その場の空気は凍りついた。後にバーナンキは「全米で最も重要な 13 の銀行のうち 12 行 (欧銀系を含む) が一二週間内に破綻する危険があった」と FCIC で証言している。

新大統領オバマは「ウォール街の肥った猫を助けるようなことは私の仕事でない」と述べていたが、たしかに銀行システムの救済はバブル肥りの銀行家の救済でもある。貧しい納税者がなぜ異常なほど高所得の銀行家を助けなければならないか。だが責任ある政府と中銀は、銀行システムの正常な機能に依存する複雑な経済を崩壊させ、日常生活を麻痺させる大混乱に導くことはできない。結局、遅ればせながら政権は緊急対策を承認し、売れない金融アセットを購入する。TARP である。

国庫支出による銀行資本注入や総需要対策を別にして、07 から 11 年にかけて FRB は、

TAF, Term Auction Facility. PDCE, Primary Dealer Credit Facility. TSLF, Term Securities Lending Facility. CPFF, Commercial Paper Funding Facility. AMLF, Asset-Backed Commercial Paper, Money Market Mutual Fund Liquidity Facility. TALF, Term Asset Backed Securities Lending Facility の合計 1 兆ドル以上に上る緊急融資の措置を実施した。

融資額順に受益銀行 dealer banks を並べると、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド (英)、パークレイズ (英)、UBS (スイス)、ドイチェバンク (独)、ウェルス・ファースト、デクシア (ベルギー)、クレディ・スイス (スイス)、バンク・オブ・スコットランド (英)、コメルツバンク (独)、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチ、BNB パリバ、(仏)、ソシエテ・ジェネラル (仏)、モルガン・スタンレー、ワコビア、JP モルガン、AIG、農林中金 (日) である (その他が融資額の 47% で大きい)。たしかに、住宅価格のブーム・バーストが今回の金融危機の実物的基礎にあるが、民間金融の行きづまりとその公的金融による代替の観点から見れば、金融危機は住宅金融からはかなり離れた金融アセットの販売不能、価格急落から生じている。

かくて問題は重要銀行の債務不履行に絞られるが、金融アセットを担保にした大口借入において、危機以前に順調にレポ取引が遂行されていた場合を考えれば、担保証券そのものは銀行の資産であって当該銀行振出の銀行債務ではないにしても、銀行が現金キャッシュを手でできる無条件の担保媒体であり、銀行振出の銀行債務証券、銀行貨幣と同じ機能を果たす。銀行 CP および SPV (導管、SIV) 発行の ABCP は主宰銀行の債務そのものであり、銀行が創造する銀行貨幣である。銀行が自己の債務を「貨幣」として機能させるためには、社会、ビジネス世界、から債務の履行を信頼されねばならないが、銀行は、社会から巨額の安定的な預金を吸収し、自己資本＝銀行資本を投じ、貸倒引当金を積立て、インターバンクから随時借入能力を持ち、保証準備資産を確保している、と信じられていたのである。

金融危機の根本原因は銀行債務の脆弱な、毀

われ易い、vulnerable な、性質にある。銀行は自己の債務勘定である、預金、銀行券、預金貨幣、振出債務証券などの債務履行のために、銀行資本および支払準備資産を保有するが、リスクなき私的な換金資産は存在しない。資本金を失えば倒産する。銀行が設定し創造するこれらの銀行債務＝銀行貨幣が流動性（無制限の交換可能性）を持つのは、公衆、ビジネス世界、そして社会一般が銀行の保証準備・支払準備を信頼するからである。この信頼の下、銀行は銀行資本を節約しつつ準備資産を「てこ」に大口の借入を増やしてレバレッジを高めた。だが金融アセットに不安が生じ価格が低下すると、レポは拒否され始め、銀行債務は＝貨幣・流動性の信用を失い、デレバレッジのスパイラルに陥る。

ここで議論は、3、銀行債務の〈流動性〉と「秘密性」の項目（本書第三章）、に立ち返る。銀行貨幣は公衆、社会、がその脆弱性を認識せず、いかなる情報からも中立的で信頼を脅かされない限り、流動性を維持する。銀行システムが未熟だった州法銀行時代は知らず、それが確立する国法銀行時代、FRB 発足後の預金保険時代には、公衆、社会、はノーマル期に銀行貨幣の「情報中立性」を信じ、その「秘密性」を探ろうとはしなかった。ところが、あるいはマニアが終了に向かい、あるいは景況の下向が著しくなると商工業破産の情報が広がり、bad news が伝わって銀行貨幣の「秘密性」が疑われる。公衆、社会、は自らの生活預金・営業預金の不安に駆られ銀行に債務履行を求める。銀行 run にあつては秘密を先に知った者が勝ちである。銀行貨幣は「情報中立性」の存在から「情報過敏性」の存在に変質する。

金融恐慌が 1929–33 年このかた起こらず、2007–08 年に至って起こったのは、中銀と預金保険制の下、33–35 年銀行諸法により投機的な銀行の証券業務が規制され、ニューディール型の伝統的銀行業務が守られたからである（本書第 II、IX 章）。しかしながら、変動と革新を常とする資本主義体制は 80 年代以降、IT 技術の革新と金融革新が連動して、MMF・証券化・制度投資家などを基軸に伝統的銀行業を根本から変革した。そこに予期しなかった金融恐慌が

アメリカと世界を襲った。

主流経済学は、歴史において頻発した金融恐慌の事実を無視し、銀行貨幣の〈脆弱性〉、毀傷性を理論的に考察しなかった。金融制度論なきマクロ・エコノミクスは金融恐慌・危機を説明できない（本書第 VII、XIV 章）。

## 評価と批判

世界経済は 2007–09 年の世界金融＝実物恐慌から緩慢な回復過程に入っているが、中東やウクライナの軍事的紛争を別としても、米欧日先進諸国は成長軌道を取り戻すには至っていない。ゼロ金利・量的緩和の金融政策は終了せず、財政赤字による景況の下支えも続いている。そして、この恐慌の説明は依然として経済学、特に主流の新古典派経済学、の解き難い難問として残っている。

恐慌の大筋は、アメリカの住宅価格のバブル・バーストを基礎に、それを金融仲介機関の信用の膨張と収縮が促進した、との認識で一致している。恐慌の主因は、信用スコアの低い階層へのサブプライム・ローンの提供とその証券化、高格付化、証券化利益を追求した金融仲介機関の高レバレッジとその反転のスパイラルにある。これにアメリカの経常赤字を埋め合わせた巨額の資本流入が加わるが、国際金融面での主因については、先に紹介したように（本誌本巻第 1 号）経常黒字国の過剰貯蓄 SG 仮説とヨーロッパ系銀行を含む放漫金融 BG 仮説が争点となっている。

しかしこれらの諸要因が偶然事の重なりなのか、政策の誤りか、はたまた投資銀行や格付会社の犯罪行為か、それとも資本主義体制に必然的な事態であったかは、明確になってはいない。

この中でゴートンは、金融恐慌・危機を歴史において繰り返して起こった、資本主義体制の中核に存する、不安定な銀行システムの必然である、と認識し、1、サブプライム・ローン（住宅金融不良貸付の証券化）から金融恐慌・危機への全面化の過程の連結環を、住宅ローンからは距離のあるレポ取引の破綻に求め、この実状認識から、銀行債務の不安定性（秘密性）とい

う理論問題を提起し、2、第二次大戦後、長期に世界金融恐慌・危機が起こらず、2007-09年に起こったのは何故か、という「静穏期」の歴史問題を提起する。

評者が、反復する恐慌をほぼ「定型的事実」と認定できた19世紀中央期イギリスにおける1847年恐慌を扱った、川上忠雄氏の著書を紹介批評したのに続いて、1929-33年世界恐慌以来の世界恐慌を理論的、かつ歴史的に扱ったゴートンの本書を紹介批評するのは、世界恐慌ないしは金融恐慌・危機を歴史的に反復して生起する事態として認識し、これらの歴史的事態が含意する資本主義体制に内在する矛盾の理論化を求めるためである。

ゴートンの独自性は、理論面では、金融恐慌・危機の原因を銀行債務の不安定性に求め、進んで、この不安定な銀行貨幣の〈流動性〉と〈脆弱性〉を同時に説明しようと努め、主流の数理的エコノミクスに代替する理論を提示したところにある。彼は、エコノミクスの完全情報の仮定を批判し、独自の情報の非対称性論を展開する。すなわち「情報中立的」な銀行貨幣が「情報過敏性」の債務に反転するのは、銀行債務が結局、リスク資産によって保証されているからである、と主張する。

また、歴史面では、彼は、1945-71年を金融の「静穏期」と設定し、80年代以降の伝統的銀行業務からの乖離を明示する。これはゴートンのみの見解ではなく定説と言いうるが、ただひたすら「静穏期」に初めて入手できるようになった豊富なデータの統計的解析に立脚して恐慌を否定する、数理・統計分析の手法を批判したのは鮮やかである。計量分析はもちろん経済分析に不可欠であるが、それが長期の歴史認識を欠いて第二次大戦後のデータのみを大量に収集整理すればよしとするならば、数理統計分析は金融恐慌の分析に関して有害ですらある。金融恐慌を過去のものとしたエコノミクスの楽観の根拠はここにあった。ゴートンの研究は、アメリカ銀行史を視野に、金融恐慌における政府・司法によるシステム救済の反復を確認するとともに、今回の金融恐慌の詳細な現場体験に立つものである。

## 銀行債務の情報非対称性論、ないし不完全情報論の批判：問題提起

情報非対称性論は、もともとは、財貨の売手と買手の品質情報についての格差から、特に比較的良質な中古車の売買において、割引価格が低すぎて品質に見合った価格が成立せず、市場が成立しがたいとの含意から「市場の失敗」を例証する一つの根拠となっている。先のスティグリッツの信用割当論は、返済能力に不安のある借手が高利率率をオファーするとき貸手が逆選択を避けるためであった。瑕疵のある不動産の売手が買手の無知に乗じる場合もあるだろう。複雑な品質の財貨の場合には逆選択が起こりやすい。今回の金融恐慌における経過記録の乏しい金融アセットに高格付を付して投資家に損失を与えた場合も、情報非対称性論で説明できないこともない。

ゴートンの銀行貨幣の情報非対称性論は、銀行債務の保証準備にリスクなき資産はあり得ず、この「秘密性」を銀行側は知っているのに、銀行貨幣を使用する側、銀行券・預金貨幣で金融を受ける側、つまり公衆・事業界は銀行貨幣の完全保証を疑わない、秘密に無知である事態に当てはめる。この限りで銀行貨幣は〈流動性〉を保つ。しかしながら、ひとたび景況が悪化するか、銀行側の放漫経営のうわさが流れるか、bad newsによって不安が高まれば銀行債務は「情報過敏」となって債務保証が疑われ、公衆は銀行に債務の履行を迫る。銀行runである。秘密性は失われ、銀行貨幣はその〈脆弱性〉を露呈する。

銀行貨幣≡銀行債務の〈流動性〉とその〈脆弱性〉は同時に説明されねばならないが、ゴートンの説明は景況や銀行経営のbad newsの衝撃の状況描写にすぎない。今回の金融恐慌・危機を、情報非対称性論を応用して説明する経済学者は少なくない<sup>(18)</sup>。しかしながら、情報非対称性の理論は完全情報を仮定する新古典派の一般均衡論を補足するものでしかない。世界金融＝実物恐慌は資本主義体制に内在する矛盾から生じたもので、単なる情報理論からこれを説明することはできない。

我々は今回の金融恐慌・危機に関連して銀行

貨幣について、次の二つの理論問題に回答しなければならない。

- ① 銀行貨幣の〈流動性〉と〈脆弱性〉を同時に説明する
- ② 銀行貨幣の〈流動性〉の〈脆弱性〉への反転を説明する

このためには市場の一般均衡の想定に立つ新古典派から独立した貨幣理論と金融理論を求めねばならない。

しかしながら、この課題は本格的に扱うには「紹介」の範囲を超えており、稿を改めねばならない。

### 最後に二点

なおここに銀行貨幣論について重要な問題が残っている。これは貨幣論における理論と歴史の最大問題と言うべきだが、銀行貨幣は〈根源的貨幣（金銀貨幣）〉の支払手段機能に由来するが、現代の銀行貨幣はかつての金銀貨幣の基礎から離れている。これは金銀貨幣の基礎に立った銀行貨幣の、金基礎を離れた管理通貨制下での銀行貨幣への進化、ないしは変貌、の問題であるが、評者は粗筋を旧著で述べておいた<sup>(19)</sup>。貨幣論の起点と進化の二段構えの構成は今でも正しいと信じるが、市場一般（裏側の計画経済）と資本主義体制（裏側の社会主義体制）の理論の内部でこの進化論を再構成したい。私は、現代の銀行貨幣を最終的支払手段によって基礎づけているものは国民経済の国家による正統性統合にある、と考える。この点で現代の銀行貨幣は「貨幣の垂直的基礎」に由来する「国家紙幣」と共通する特性を持つ<sup>(20)</sup>。評者はここで、金貨幣の矛盾から貨幣廃止論を主張したマルクスと異なる立場に立つ。〈根源的貨幣〉の形成を説いたマルクスは管理通貨制下の銀行貨幣を知らなかったから、「計画経済」の市場経済に対する優位の信念（イデオロギー）により貨幣の廃止を夢見て、金銀貨幣・兌換銀行券から管理通貨・不換銀行貨幣への進化を問題にできなかった。

国際金融について。ゴートンは1945—71年を「静穏期」に設定して歴史叙述的に説明したが、ここで、時期的に一致するBW（ブレトン

ウッズ）期、1945—71・73年、の国際金融システムについて全く触れていないのはどうか。彼は論旨のために金融恐慌の国際的側面を捨象しているが、それでもレバ取引の膨張と収縮においてその国際的側面を無視できなかった。2007—09年金融危機が国際金融と不可分の出来事であるのはほとんど自明である。BWシステムは国際資本移動を強く規制した。1970年代初BWシステムは崩壊し、第二次グローバル化の下、金融の自由化国際化が急速に進行する。商業銀行の伝統的業務からの乖離も、70年代とくに80年代以降、金融革新とともに進行する。BW期は、冷戦期、なお社会主義体制の対抗力が大きく資本主義体制の優位が明確になる以前の時期でもあった。緻密な議論とは言えないが、参考までにH. James, *The Creation and Destruction of Value, The Globalization Cycle*, Harvard U. P. 2009、は、1930年代の世界金融恐慌と今回の世界金融恐慌を第一次グローバル化と第二次グローバル化のそれぞれの帰結として論じている。

### 注

- (1) C. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Basingstoke, 2000, 吉野俊彦, 八木甫訳『熱狂、恐慌、崩壊——金融恐慌の歴史——』日本経済新聞社、2004年。
- (2) 今回の金融恐慌の原因を貨幣市場（金融）における情報の非対称性、ないし情報の不完全性に求める代表的論客はスティグリッツであろう。日本における追随者も多い。J. Stiglitz, *Interpreting the causes of the great ressession of 2008*, *BIS Papers*, No.53, 2010. スティグリッツの議論は深くオーストリー学派の不完全情報論（不完全競争論）に根ざしており、「利子率」という金融市場の「価格メカニズム」では高利子率のオファーと返済展望の不安が連結しているので、貸手、銀行は信用審査と信用割当て対応する、と主張していた。金融市場の負の外部性、市場の失敗、である。Do., *Credit Rationing in Markets with*

Imperfect Information, *American Economic Review*, V.71, No.3, 1981.

- (3) 州法銀行時代、正貨兌換を義務付けられた銀行券の額面割引は普遍的であった。これを諸銀行の放漫経営、銀行券の過剰発行に主因を求める「山猫銀行」論 (M. フリードマン) もあるが、ゴートンは保証準備の不足や土地マニアの崩壊などの金融恐慌の頻発にもかかわらず、額面通用力の喪失の主因を、発券銀行まで赴いて正貨兌換を求める交通手段の未熟、19 世紀前半の鉄道の未発達に求める。G.Gorton, Pricing free banking notes, *Journal of the Monetary Economics*, V. 44, 1999.
- (4) 国民的社会的政治的正統性に立つ統合体である国家は徴税権を保有するから、通常は国債の債務不履行の事態は起こらない。これまで現代の先進諸国では国家のデフォルトの可能性は小さかった。「国債 sovereign bond は安全な金融資産である」との命題は先進諸国では一応成り立つ。G.Gorton, G.Ordoñez, The Supply and Demand of Safe Assets, *NBER, Working Paper*, No. 18732, 2013.

しかしながら、2010-12 年のユーロ・ソヴリン危機にみたように、統一通貨・統一金融政策下の低金利、豊富な金融の 2000 年代に、放漫な財政支出・経常赤字を許してきた PIIGS 諸国の国債は、ヨーロッパの金融危機、銀行危機、財政支出負担増の複合の中で大幅な価格下落に見舞われた。これら諸国の国債は EU・IMF の援助と ECB の豊富な資金供給によりようやく危機を脱出したばかりである。田中素香「ユーロ危機と二つの金融資本主義」『経済学論纂 (中央大学)』第 54 巻第 3・4 号、2014 年、同「ユーロ危機への欧州中央銀行の対応」『商学論纂』第 55 巻第 3 号、2014 年、参照。

先進諸国でも公的債務の累積は各国 GDP 比に対して、また成長率の展望に対して、危険な水準に接近している。ゴートンは私的金融資産のリスクを強調するあまり、国家の累積債務と徴税力のバランスの検討を無視している。C. Reinhart, V.Reinhart, K. Rogoff, Public Debt Overhangs:Advanced Economy

Episodes, *Journal of Economic Perspective*, V. 26, No. 3, 2012.

- (5) G. Gorton, Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007, *American Economic Review*, V.99, No.2, 2009, G. Gorton, A. Metrick, Securitized banking and run on repo, *Journal of Financial Economics*, V.44, 2012, G. Gorton, G. Ordoñez, Collateral Crises, *Yale School of Management, WP*, 2011.
- (6) P.Hördahl, M. King, Developments in repo markets during the financial turmoil, *BIS Quarterly Review*, December 2008, は、07 年央の危機から 08 年 9 月リーマン倒産までのレポ市場の経過を、米欧英市場を比較しつつ、説明している。担保証券の質、期間、形態、相手方リスク、市場 (担保証券価格変動) リスク、引渡しリスク別分析とデータを挙げて詳細である。
- (7) レポと並ぶ短期金融の ABCP については、Cf., M.Karsperczyk, P. Schnabl, When Safe Proved Risky:Commercial Paper during Financial Crisis of 2007-2009, *Journal of Economic Perspective*, V. 24, No. 1, 2010.
- (8) G. Gorton, N. Souleles, Special Purpose Vehicles and Securitization, in M.Cary and R. Stulz (eds) , *The Risks of Financial Institutions*, U. Chicago P., 2006. SPV の中で ABCP を発行する「導管 conduit」については V. Acharya, P. Schnabl, G. Suarez, Securitization Without Risk Transfer, *NBER, WP*, No. 15730, 2010 が詳しい。
- (9) アメリカでは不動産ブーム・バーストは繰り返し起こった。Cf., E. Glaeser, A Nation of Gamblers:Real Estate Speculation and American History, *NBER, WP*, No.18825, 2013. G. Gorton, P.He, Bank Credit Cycles, *Review of Economic Studies*, V. 75, 2008 は、信用の膨張と収縮は銀行間競争における情報の非対称性 (ライブラル銀行の貸付基準を知らない無知) から生じる、とする。

だが、銀行信用の膨張と収縮は、通常、何らかの実物的基礎、商工業の繁栄あるいは不動産ブームなどの実物的基礎と結びついて



いる。佐々木隆雄「アメリカの住宅ブーム」『経済志林（法政大学）』第73巻第3号、2006年、同「米国住宅バブルとその崩壊」（法政大学世界経済研究会報告）2009年、同「大バブルの長期的反復の危険性」前掲誌、第7巻第3号、2010年、は、長期のアメリカ住宅価格の動向から金融のグローバル化、銀行行動、複雑な仕組債、金融革新・金融工学、リスクの分散と集中と今回の世界金融恐慌を総合的に考察する。

- (10) G. Gorton, Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States, *Journal of Economic History*, V. 45, No. 2, 1985, G. Gorton, D. Mullineaux, The Joint Production of Confidence: Endogenous Regulation and Nineteenth Century Commercial Banking, *Journal of Money, Credit, and Banking*, V. 45, No. 4, 1987, G. Gorton, L. Huang, Bank panic and the endogeneity of central banking, *Journal of Monetary Economics*, V. 53, 2006.
- (11) K. Mitchener, G. Richardson, Shadowy Banks and Financial Contagion during the Great Depression: A Retrospective on Friedman and Schwarz, *American Economic Review*, V. 103, No. 3, 2013. 平田喜彦「アメリカの銀行恐慌、1930–33年、再考——現在の金融恐慌、2007–09年、との比較のために」法政大学川上研究会報告、2010年。さらに cf. M. Bordo, Tales from the Bretton Woods, *NBER, WP*, No. 20270, 2014.
- (12) 1929–33年の世界恐慌、国際金本位制の崩壊、農業不況からブロック経済化、ニューディール、などの複雑な経過は引き続き研究を要する。概観は C. Kindleberger, *The World in Depression 1929–1939*, U. of California P., 1973, 石崎昭彦、木村一朗訳『大不況下の世界：一九二九—一九三九』東京大学出版会、1982年、参照。
- (13) G. Gorton, A. Metrick, Regulating the Shadow Banking System, *Brookings Papers on Economic Activities*, Fall, 2010.
- (14) 横川太郎「シャドーバンキングシステムの形成と実態—ミンスキー理論から見た

1990年代以降の商業銀行—」法政大学川上研究会報告、2014年、同「サブプライム金融危機と金融不安定仮説」『経済学研究（東京大学）』第52号、は、シャドーバンキングを90年代以降のアメリカ商業銀行の伝統的業務からの乖離から説明する。この観点はゴートンその他の見解と共通する定説であるが、横川はさらに今回の金融恐慌を、ミンスキーの金融脆弱性仮説に沿って銀行側の「安全性ゆとり幅」の喪失から説明する。Cf., J. Kregel, Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the US Subprime Mortgage Market, *International Journal of Political Economy*, V. 37, No. 1, 2008.

- (15) レポ取引の規模は不透明で隠されている。FRBの資金フロー、FoF、データでは、レポ借（ネット）は2007年第二四半期、2.4兆ドルである。これが2009年第一四半期には1兆ドルに縮小しているから、危機による約1.4兆ドルの減少は確認できる。しかし10兆ドル減ならともかく、この規模ではレポ run が決定的だったとは評価できない。ABCP 破綻と同程度である。Cf., A. Krishnamurthy, S. Nagel, Interpreting Repo Statistics in the Flow of Funds Accounts, *NBER, WP*, No. 19389, 2013. 「10兆ドル」のデータは前掲、*BIS, Quarterly Review*, Dec. 2008 に示されるが、レポ、逆レポ合計のグロスの数値である。これが同一取引の二重計算か同一主体の別の取引かは明瞭でない。同一主体は証券担保受取・現金貸も担保渡・現金借の取引も行う。グロス・ネットともに有意味である。担保証券の再担保化（使い回し）は頻繁に行われた。

サブプライム・ローンの破綻から2008年9月の金融危機の爆発に至る nexus、連結環、は何であったか、を探るとき、データは重要である。このレポデータ問題はFoFの貸借（資産負債）データの1兆ドル近い不突合からも生じている。Cf., G. Gorton, A. Metrick, Who Run on Repo, *NBER, WP*, No. 19389, 2012.

ゴートンはこの不突合を、規制金融機関からの報告に基礎を置くFoFはレポに深く関わった規制外、軽規制のファンド、ヘッジ

ファンド、オフショア資金、などのデータを欠くからだ、と判断する。アメリカ発の金融恐慌には国際金融が深くかかわっており、オフショア資金（カリブ海）、在ロンドン資金（産油国マネー、オフショアマネーを含む）のアメリカからの逃足は大量で速かった。Cf., *BIS Quarterly Review*, June 2008, R. Balakrishnan, T. Bayoumi, V. Trin, Rhyme or Reason: What Explains the Easy Financing of the US Current Account, *IMF Staff Papers*, V. 56, No. 2, 2009.

- (16) 金融、資金ファイナンスの過程はしばしば自己増殖的である。「豊富な」金融は実物経済の諸限界を拡大し、「放漫な」金融を隠蔽し、金融の「収縮（逼迫）」は実物経済の諸限界を狭める。2000年代アメリカの金融は信用の自己膨張と自己収縮の過程であった。Cf., T. Adrian, H. H. Shin, Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation*, V. 19, 2010.

横川前掲報告は、銀行が固定収益権プールをSPVに引き渡す場合、収益権プールの証券組成化において組成・販売、originate to distribute、OTD、とともに組成・保有originate to hold、OTH、の並存を強調し、この組成・保有型の投資が金融恐慌で決定的だったと指摘する。たしかに、OTDであれば証券化リスクは投資家に移り、組成者たる銀行には累積しないが、OTHでは収益・リスクともに銀行にとどまる。アチャリヤーは金融恐慌の根拠を組成証券リスクの移転ではなく金融仲介機関自身のリスク保有にあるとする。V. Acharya, M. Richardson, Causes of Financial Crisis, *Critical Review : A Journal of Politics and Society*, V. 21, No. 2-3, 2009, V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson, I. Walter, Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007-2009, *Foundations and Trends in Finance*, V. 4, Issue 4, 2009.

- (17) A. Shleifer, R. Vishny, Fire Sale in Finance and Macroeconomics, *Journal of Economic Perspective*, V. 25, No. 1, 2011.

- (18) 例えば、池尾和人、池田信夫『なぜ世界

は不況に陥ったのか』日経BP社、2009年、は、金融危機の動因を投資家（資金の出し手）と投機家（資金運用者、ファンドマネジャー）の関係の情報非対称性から説明している。プリンシパル（合理的な投機主体）—エージェンシー（自己報酬増目的の代理人）の間に情報不整合があり、代理人が「安全アセット」よりも自己報酬増の見込まれる「不良アセット」を逆選択的に購入した、というわけである。また、平田英明、墨昌芳「世界金融危機——事実整理と危機の背景——」『経済志林』第77巻第3号、2010年3月、は、危機の根本原因を債権者＝投資家と債務者＝住宅ローン借手の間の情報非対称性に求め、本来は銀行が審査・監督すべきローンが証券化されたために、債権者が債務者の債務履行力を知らずにリスクの大きい金融アセット（MBS）を求め、そこに無責任な格付会社が介入して、大規模な逆選択が生じた、とする。従ってこれは「現代的」な危機でなく、むしろ、不良な財貨・不動産を無知な消費者に売りさばく「古典的」な現象である、と判定する。安易である。

- (19) 岡田裕之『貨幣の形成と進化——モノからシンボルへ』法政大学出版局、1998年。

- (20) 同書、第三、四、六章、参照。